



Researchstudie (Update)

EQS Group AG



**Umsetzung der EU-Whistleblower-Richtline verzögert sich
weiterhin in vielen Mitgliedstaaten**

Compliance-Umsatz wächst um +60% im ersten Halbjahr 2022

Kursziel: 43,95 € (bisher: 48,00 €)

Rating: Kaufen

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 9

EQS Group AG*^{5a;7;11}

Rating: Kaufen
Kursziel: 43,95 €
(bisher: 48,00 €)

aktueller Kurs: 29,10 €
18.08.2022 / ETR 08:00 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005494165
WKN: 549416
Börsenkürzel: EQS
Aktienanzahl³: 10,02
Marketcap³: 291,70
EnterpriseValue³: 218,45
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 33%

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
SCALE

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Unternehmensprofil

Branche: Software

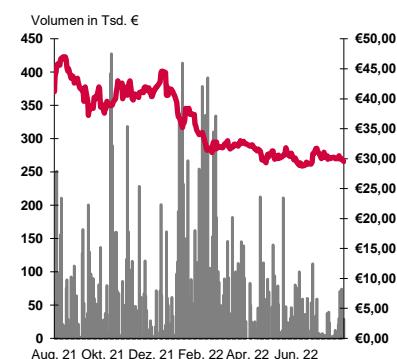
Fokus: Corporate Compliance und Investor Relations

Mitarbeiter: 581 Stand: 30.06.2022

Gründung: 2000

Firmensitz: München

Vorstand: Achim Weick, Christian Pfleger, André Marques,
Marcus Sultzer



Die EQS Group ist ein führender internationaler Technologieanbieter für Compliance und Investor Relations. Mehrere tausend Unternehmen weltweit erfüllen mit der EQS Group komplexe nationale und internationale Publizitätspflichten, minimieren Risiken und sprechen Stakeholder gezielt an. EQS Group ist ein digitaler Komplettanbieter: Zu den Produkten und Services gehören ein globales Newswire, ein Meldepflichtenservice, Investor Targeting und Kontaktmanagement, sowie eine Insiderlistenverwaltung. Diese sind in der cloudbasierten Plattform EQS COCKPIT gebündelt, um die Arbeitsprozesse von Investor Relations-, Kommunikations- und Compliance-Verantwortlichen zu optimieren. Darüber hinaus bietet EQS Group eine innovative Whistleblowing- und Case-Management-Software, IR- Webseiten, digitale Berichte und Webcasts an. Die EQS Group wurde im Jahr 2000 in München gegründet. Der Konzern ist in den wichtigsten Finanzmetropolen der Welt vertreten.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
Umsatz	50,22	69,91	90,30	110,00
EBITDA	1,74	7,73	19,82	29,57
EBIT	-5,40	0,44	13,12	23,57
Jahresüberschuss	-6,63	-0,84	8,57	16,03

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,77	-0,08	0,86	1,60
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Analysten:

Felix Haugg
haugg@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Kennzahlen

EV/Umsatz	6,40	4,59	3,56	2,92
EV/EBITDA	184,52	41,55	16,21	10,86
EV/EBIT	neg.	722,92	24,48	13,63
KGV	neg.	neg.	34,02	18,20
KBV	2,56			

Finanztermine

19.09.2022 Baader Investment Konferenz
11.11.2022 Quartalsmitteilung Q3
15.11.2022 MKK
28.11.2022 Eigenkapitalforum

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

20.05.2022: RS / 48,00 / KAUFEN

06.04.2022: RS / 49,55 / KAUFEN

19.11.2021: RS / 47,35 / KAUFEN

31.08.2021: RS / 47,35 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 9

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2022

GuV (in Mio. €)	1.HJ 2020	1. HJ 2021	1. HJ 2022
Umsatzerlöse	18,45	22,53	29,92
EBITDA	3,00	1,33	1,14
EBITDA-Marge	16,2%	5,9%	3,8%
EBIT	1,00	-1,25	-2,91
EBIT-Marge	5,4%	-5,5%	-5,8%
Nettoergebnis	0,13	-1,33	-1,79
EPS in €	0,09	-0,16	-0,18

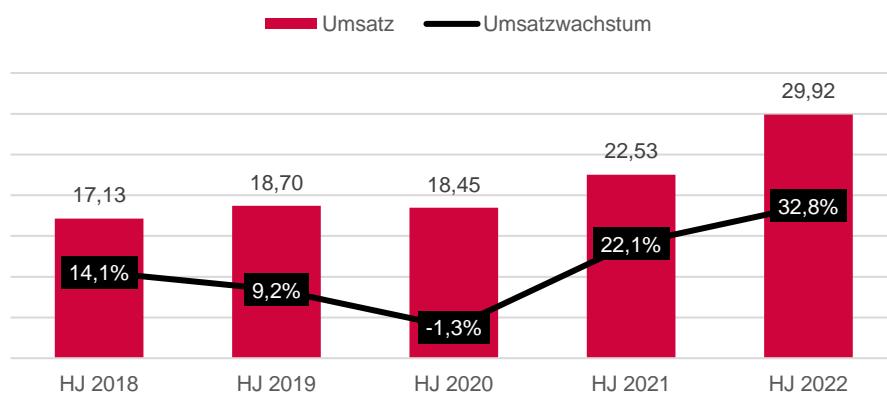
Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2022

Zwar verzögert sich die nationale Umsetzung der EU- Hinweisgeberrichtlinie in einer Vielzahl von EU-Mitgliedsstaaten, dennoch konnte die EQS Group das dynamische Wachstum weiter fortsetzen. Nur in drei Ländern gibt es noch kein nationalen Gesetzesentwurf. In den wichtigsten Märkten Europas soll die EU- Hinweisgeberrichtlinie bis zum Ende des Jahres 2022 in Kraft treten, welche verlangt, dass Unternehmen mit mehr als 250 Mitarbeitern seit spätestens 17. Dezember 2021 ein internes Meldesystem, wie das Integrity-Line-Modul der EQS Group, einführen.

Die EQS Group erwirtschaftete im ersten Halbjahr 2022 insgesamt einen um 32,8% gestiegen Umsatz in Höhe von 29,92 Mio. € (VJ: 22,53 Mio. €). Infolge der weiteren zeitlichen Verzögerung der Umsetzung der EU-Hinweisgeberrichtlinie war das Umsatzwachstum jedoch teilweise gehemmt. Dennoch profitierte die EQS Group von steigenden Umsätzen des Integrity-Line-Moduls sowie von der Übernahme der Business Keeper GmbH. Der Umsatzbeitrag der Business Keeper GmbH beläuft sich in den ersten sechs Monaten auf 5,23 Mio. €. Organisch hat die EQS Group demnach ein Umsatzwachstum in Höhe von 9,6 % erreicht.

Umsatzentwicklung (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %)



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Der Kundenstamm der EQS Group konnte im ersten Halbjahr 2022 ebenfalls deutlich ausgebaut werden. In Summe stieg die Gesamtzahl auf 4.591 Kunden (VJ: 3.386 Kunden). Zwischen Januar und Juni konnten 456 SaaS-Neukunden gewonnen werden und durch die Akquisition der Business Keeper kam weitere Kunden hinzu. Hierdurch stieg der Anteil der wiederkehrenden Umsatzerlöse am Gesamtumsatz auf 88% (VJ: 83%) bzw. auf 26,3 Mio. € (VJ: 18,7 Mio. €).

Aufgeteilt nach Segmenten legten die Umsätze des Segments Compliance um 60,2% auf 20,11 Mio. € (VJ: 12,55 Mio. €) zu. Das Segment Investor Relations verzeichnete hingegen

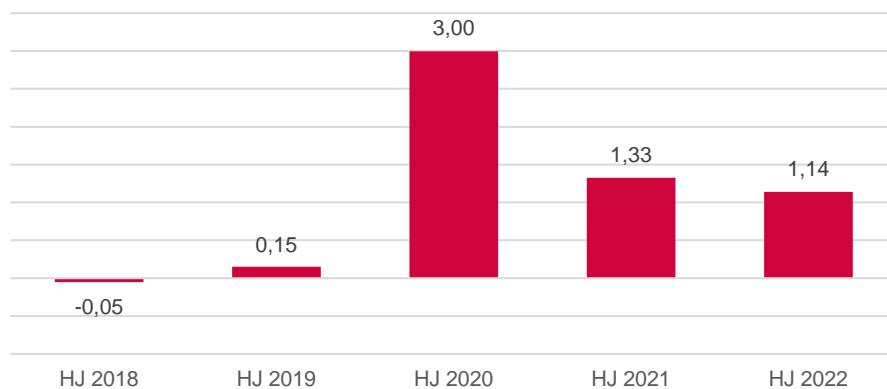
einen leichten Rückgang um -1,7% auf 9,81 Mio. € (VJ: 9,98 Mio. €). Insgesamt liegt das Umsatzwachstum im Rahmen der Erwartungen.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2022

Auch in den Ergebniszahlen spiegelt sich die zeitliche Verzögerung der Umsetzung der EU-Hinweisgeberrichtlinie. Mit einem EBITDA in Höhe von 1,14 Mio. € (VJ: 1,33 Mio. €) erzielte die EQS Group ein Ergebnis am unteren Ende der Erwartungen. Durch die Verzögerungen wurde weniger in Marketing und Vertrieb investiert als geplant, womit die geringeren Umsätze teilweise kompensiert wurden. Dennoch verzeichnete die EQS Group sowohl bei den sonstigen Aufwendungen als auch bei den Personalaufwendungen deutlich gestiegene Kosten.

Hauptausschlaggebend hierfür ist die Business Keeper Übernahme im zweiten Halbjahr 2021. Insgesamt erhöhten sich die Personalaufwendungen um 36,2% auf 19,53 Mio. € (VJ: 14,33 Mio. €) und die sonstigen Aufwendungen um 41,6% auf 5,95 Mio. € (4,20 Mio. €). Des Weiteren legten die bezogenen Leistungen um +9,2% auf 4,33 Mio. € (VJ: 3,99 Mio. €) zu. Neben den geplanten verstärkten Online-Marketing- und Vertriebsaktivitäten im ersten Halbjahr 2022 führten Aufwendungen für Beratung in Höhe von 1,08 Mio. € (VJ: 0,88 Mio. €) im Zusammenhang mit der im März durchgeföhrten Kapitalerhöhung zu gestiegenen Kosten.

EBITDA-Entwicklung (in Mio. €)



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Bedingt durch die Übernahme der Business Keeper GmbH erhöhten sich die Abschreibungen um 57,6% auf 4,05 Mio. € (VJ: 2,57 Mio. €) Dementsprechend reduzierte sich das EBIT ebenfalls auf -2,91 Mio. € (VJ: -1,25 Mio. €). Daher lag auch das Nachsteuerergebnisses mit -1,79 Mio. € (VJ: -1,33 Mio. €) unterhalb der Gewinnschwelle. In Summe lässt sich festhalten, dass die Entwicklung des ersten Halbjahrs 2022 von Verzögerungen der Umsetzung der EU-Hinweisgeberrichtlinie geprägt war, was sich sowohl auf die Umsatz- als auch auf die Ergebnisentwicklung ausgewirkt hatte.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2022

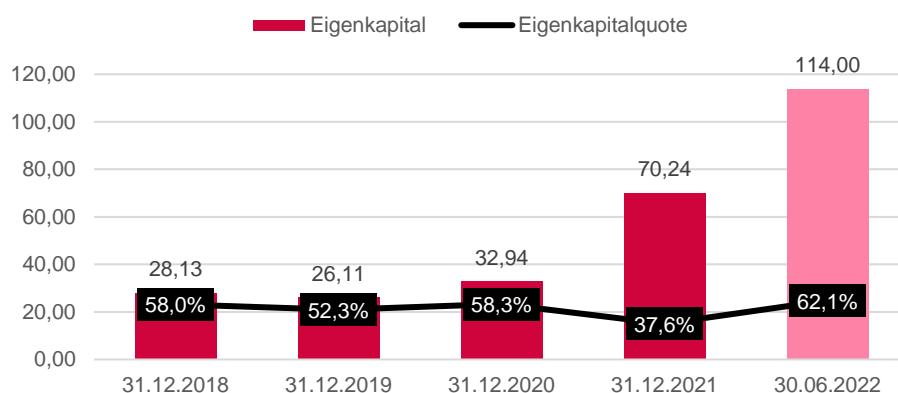
in Mio. €	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Eigenkapital	32,94	70,24	114,00
EK-Quote (in %)	58,3%	37,6%	62,1%
Operatives Anlagevermögen	21,82	71,07	68,48
Working Capital	-2,24	-4,14	-4,48
Net Debt	8,47	73,25	29,54
Cashflow (Operativ)	5,79	2,04	1,45
Cashflow (Investition)	0,30	-99,68	-1,75
Cashflow (Finanzierung)	5,00	94,09	-1,75

Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Am 25.02.2022 hat der Vorstand der EQS mit Zustimmung des Aufsichtsrats eine Bezugsrechtspitalerhöhung beschlossen. Im Zuge der Kapitalerhöhung wurden 1.364.736 neue Aktien zu einem Preis von 33,00 € je Aktie ausgegeben und der Gesellschaft ist ein Bruttoemissionserlös in Höhe von 45,03 Mio. € zugeflossen. Folglich hat sich die bilanzielle Situation der EQS deutlich verändert. Das Eigenkapital erhöhte sich zum 30.06.2022 auf 114,00 Mio. € (31.12.2021: 70,24 Mio. €) sowie die Eigenkapitalquote auf 62,1% (31.12.2021: 37,6%). Zugleich ging die Bilanzsumme zum 30.06.2022 leicht auf 183,51 Mio. € (31.12.2021: 186,84 Mio. €) zurück.

Der Nettoemissionserlös wurde teilweise für die Rückführung von finanziellen Verbindlichkeiten genutzt sowie für Investitionen in den Aufbau eines Produktangebots für den ESG-Bereich. Einerseits wurde ein Darlehen der KfW zurückgezahlt und andererseits wurde das Akquisitionsdarlehen der Commerzbank für den Erwerb der Business Keeper GmbH weiter getilgt.

Entwicklung des Eigenkapitals (in Mio. €) und der Eigenkapitalquote (in %)



Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Der operative Cashflow erhöhte sich, trotz des negativen Periodenergebnisses deutlich auf 1,45 Mio. € (VJ: 0,42 Mio. €). Der positive Cashflow der EQS Group setzt sich aus einem hohen Anteil an wiederkehrenden Umsätzen und Erlösen zusammen, welche das erfolgreiche Geschäftsmodell der EQS auch in herausfordernden Zeiten unterstreicht.

Der Investitions-Cashflow erhöhte sich deutlich auf -1,75 Mio. € (VJ: -16,37 Mio. €) nach den erfolgreich abgeschlossenen Übernahmen der Got Ethics A/S und der C2S2 GmbH im Vorjahreszeitraum. Zeitgleich reduzierte sich der Finanzierungs-Cashflow deutlich. Durch die Kapitalerhöhung und die Rückführung von finanziellen Verbindlichkeiten beläuft sich der Finanzierungs-Cashflow im ersten Halbjahr 2022 auf -1,75 Mio. € (VJ: 18,21 Mio. €).

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatzerlöse	50,22	69,91	90,30	110,00
EBITDA	1,74	7,73	19,82	29,57
EBITDA-Marge	3,5%	11,1%	22,0%	26,9%
EBIT	-5,40	0,44	13,12	23,57
EBIT-Marge	-10,7%	0,6%	14,5%	21,4%
Nettoergebnis	-6,63	-0,84	8,57	16,03

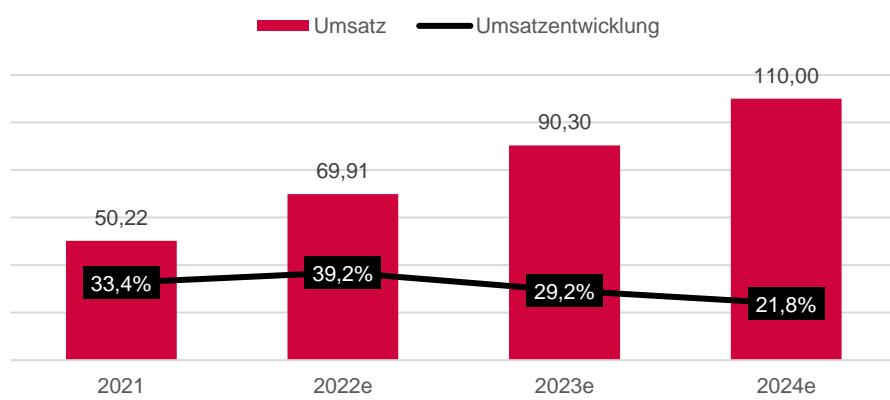
Quelle: EQS Group AG; GBC AG

Umsatzprognosen

Im Zuge der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2022 hat der Vorstand der EQS Group die Prognose für das Geschäftsjahr 2022 bestätigt. Jedoch erwartet der Vorstand durch die zeitliche Verschiebung der Umsetzung der EU-Hinweisgeberrichtlinie in jeweiliges nationales Gesetz ein Umsatzwachstum am unteren Ende der prognostizierten Spanne. Die EQS Group rechnet mit einem Umsatzanstieg von 30 % bis 40 % und damit mit Umsatzerlösen zwischen 65 Mio. € bis 70 Mio. € sowie einem EBITDA zwischen 6 Mio. € bis 10 Mio. €. Das Mittelfristziel, welches bis zum Geschäftsjahr 2025 das Erreichen der Umsatzmarke von 130 Mio. € in Aussicht stellt, wurde unabhängig von der Verzögerung der EU-Hinweisgeberrichtlinie bestätigt.

Durch die Einführung der EU-Whistleblower-Richtlinie im Dezember 2021 und der ausgebauten Marktdurchdringung plant die EQS Group 2.500 bis 3.500 Neukunden im Jahr 2022 zu gewinnen. Jedoch wird hier ebenfalls erwartet nur das untere Ende der Spanne zu erreichen. Durch das organische und anorganische Wachstum erhöhte sich die Zahl der Neukunden bis Ende Juli bereits auf 456 SaaS-Kunden. Unseres Erachtens dürfte sich das Kundenwachstum im zweiten Halbjahr nochmals deutlich beschleunigen und die EQS in die Lage versetzen, die anvisierte Kundenwachstumsspanne im Jahr 2022 zu erreichen.

Prognose der Umsatzerlöse (in Mio. €) und des Umsatzwachstums (in %)



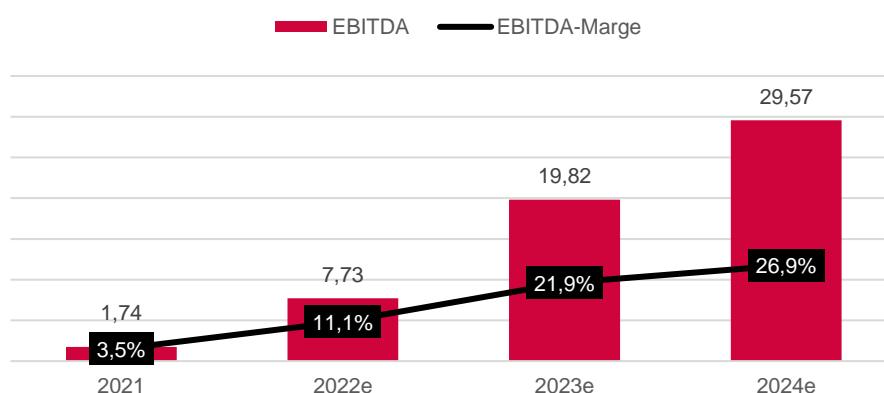
Quelle: GBC AG

Vor diesem Hintergrund bestätigen wir unsere Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2022. Wir erwarten weiterhin ein Umsatzwachstum in Höhe von 39,2% auf 69,91 Mio. € für das laufende Geschäftsjahr. Wir erwarten, dass sich die Vertragsabschlüsse für das Hinweisgebersystem der EQS Group nach dem in Kraft treten der jeweiligen nationalen Gesetze deutlich erhöhen werden. Unseres Erachtens liegt hier nur eine Verschiebung der Umsatzerlöse vor und wir rechnen weiter mit einem dynamischen Wachstum in den kommenden Geschäftsjahren.

Ergebnisprognosen

Das starke Umsatzwachstum und die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells spiegelt sich auch in dem von der EQS Group prognostizierten Ergebniskorridor wider. Der Vorstand der EQS Group erwartet weiterhin das EBITDA für das Jahr 2022 in einer Bandbreite zwischen 6 Mio. € bis 10 Mio. €. Damit zeigt sich, dass der EBITDA-Rückgang im Jahr 2021, bedingt durch die erhöhten Ausgaben für Kundengewinnung und Marktdurchdringung, mit Blick auf die Einführung der EU-Hinweisgeberrichtlinie Mitte Dezember 2021, nur von kurzer Dauer war. Nichtsdestotrotz wird im Jahr 2022 weiterhin verstärkt in die Kundengewinnung investiert, jedoch sollte durch die erhöhte Kundenbasis und die gestiegenen Umsatzerlöse eine weitere Margenverbesserung erzielt werden. Mittelfristig soll die EBITDA-Marge bis zum Jahr 2025 überproportional ansteigen. In Verbindung mit den kontinuierlich ansteigenden Umsatzerlösen und der hohen Skalierbarkeit der Cockpit-Lösungen plant das EQS-Management mit einem überproportionalen EBITDA-Margenanstieg auf mehr als 30 % im Jahr 2025.

Prognose des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Für das Jahr 2022 erwarten wir weiterhin ein EBITDA in Höhe von 7,73 Mio. €, gefolgt von 19,82 Mio. € im Jahr 2023 und von 29,57 Mio. € im Jahr 2024. Durch die prognostizierten Umsatzsteigerungen und die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells erwarten wir für die folgenden Jahre damit eine deutliche Verbesserung der EBITDA-Marge auf 21,9% (GJ 2023e) bzw. auf 26,9 % (GJ 2024e). Diese Annahme geht mit der Unternehmenserwartung einher, die EBITDA-Marge bis 2025 auf über 30 % zu steigern.

Somit sollten sich überproportionale Ergebnisverbesserungen, unabhängig von der Verzögerung der Umsetzung der Hinweisgeberrichtlinie, in den kommenden Jahren einstellen, welche sich auch deutlich positiv auf das Nettoergebnis ab dem Geschäftsjahr 2023 niederschlagen sollten.

Insgesamt ist die EQS Group mit ihren SaaS-Lösungen im Bereich Compliance und Investor Relations sehr gut aufgestellt und sollte durch die hohe Skalierbarkeit und den hohen wiederkehrenden Umsatzerlösen in Zukunft deutliche Gewinnsteigerungen erzielen. Auf Basis der vorgelegten Halbjahreszahlen bestätigen wir unsere Prognosen. Jedoch haben wir in unserem DCF-Modell einen höheren risikolosen Zinssatz in Höhe von 1,25% (bisher: 0,40%) berücksichtigt, wodurch die gewichteten Kapitalkosten WACC ebenfalls angestiegen sind und sich das Kursziel reduziert hat. Aus Basis unseres angepassten DCF-Modells haben wir einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 43,95 € (bisher: 48,00 €) ermittelt und vergeben weiter das Rating Kaufen.

Bewertung

Modellannahmen

Die EQS Group AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Anfangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022, 2023 und 2024 in Phase 1, erfolgt von 2025 bis 2029 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir durchschnittliche Steigerungen beim Umsatz von 10,0 % und eine jährliche Steigerung der EBITDA-Marge bis zum Geschäftsjahr 2025 auf 30,8 %. Die Steuerquote haben wir mit 30,0% in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0%.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der EQS Group AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Der von uns verwendete risikolose Zinssatz liegt bei 1,25 % (bisher: 0,40 %)

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarkttrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,34 (bisher: 1,34).

Unter Verwendung der getroffenen Prämisen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,60 % (bisher: 7,75 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % (bisher: 90%) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,90% (bisher: 7,14%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie entspricht einem Kursziel von 43,95 € (bisher: 48,00 €). Einerseits liegt durch den turnusmäßigen Roll-Over-Effekt und der damit verbundenen neuen Kurszielbasis 31.12.2023 (bisher: 31.12.2022) eine Kurszielsteigerung vor, andererseits wurde dieser positive Effekt durch die gestiegenen Kapitalkosten aufgezehrt. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau in Höhe von 29,80 € je Aktie vergeben wir das Rating KAUFEN.

DCF-Modell

EQS GROUP SE - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase	final - Phase
Umsatzwachstum	10,0%
EBITDA-Marge	30,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	7,4%
Working Capital zu Umsatz	1,4%
ewiges Umsatzwachstum	2,0%
ewige EBITA - Marge	27,0%
effektive Steuerquote im Endwert	30,0%

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	69,91	90,30	110,00	130,00	142,99	157,27	172,99	190,27	
US Veränderung	39,2%	29,2%	21,8%	18,2%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,97	1,20	1,35	1,51	1,57	1,65	1,75	1,85	
EBITDA	7,73	19,82	29,57	40,04	44,04	48,44	53,28	58,60	
EBITDA-Marge	11,1%	22,0%	26,9%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%	30,8%	
EBITA	0,44	13,12	23,57	34,04	37,67	41,73	46,25	51,28	
EBITA-Marge	0,6%	14,5%	21,4%	26,2%	26,3%	26,5%	26,7%	27,0%	27,0%
Steuern auf EBITA	0,08	-3,94	-7,07	-10,21	-11,30	-12,52	-13,88	-15,38	
zu EBITA	-17,5%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	0,52	9,19	16,50	23,83	26,37	29,21	32,38	35,90	
Kapitalrendite	0,8%	12,9%	21,6%	28,8%	30,0%	31,5%	33,3%	35,4%	34,8%
Working Capital (WC)	-1,10	1,00	1,51	1,78	1,96	2,15	2,37	2,61	
WC zu Umsatz	-1,6%	1,1%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	
Investitionen in WC	-3,04	-2,10	-0,51	-0,27	-0,18	-0,20	-0,22	-0,24	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	72,28	75,28	81,18	86,18	90,81	95,10	99,07	102,75	
AFA auf OAV	-7,29	-6,70	-6,00	-6,00	-6,37	-6,71	-7,03	-7,32	
AFA zu OAV	10,1%	8,9%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	7,4%	
Investitionen in OAV	-8,50	-9,70	-11,90	-11,00	-11,00	-11,00	-11,00	-11,00	
Investiertes Kapital	71,18	76,28	82,69	87,97	92,77	97,26	101,44	105,36	
EBITDA	7,73	19,82	29,57	40,04	44,04	48,44	53,28	58,60	
Steuern auf EBITA	0,08	-3,94	-7,07	-10,21	-11,30	-12,52	-13,88	-15,38	
Investitionen gesamt	-11,54	-11,80	-12,41	-11,27	-11,18	-11,20	-11,22	-11,24	
Investitionen in OAV	-8,50	-9,70	-11,90	-11,00	-11,00	-11,00	-11,00	-11,00	
Investitionen in WC	-3,04	-2,10	-0,51	-0,27	-0,18	-0,20	-0,22	-0,24	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-3,73	4,09	10,09	18,56	21,56	24,73	28,19	31,98	584,42

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	439,78	470,46
Barwert expliziter FCFs	96,66	100,22
Barwert des Continuing Value	343,12	370,24
Nettoschulden (Net debt)	33,10	29,89
Wert des Eigenkapitals	406,68	440,57
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	406,68	440,57
Ausstehende Aktien in Mio.	10,02	10,02
Fairer Wert der Aktie in EUR	40,57	43,95

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,34
Eigenkapitalkosten	8,6%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	2,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	14,8%

WACC 7,9%

Kapitalrendite	WACC				
	7,3%	7,6%	7,9%	8,2%	8,5%
34,3%	48,88	45,98	43,39	41,06	38,95
34,5%	49,20	46,28	43,67	41,32	39,20
34,8%	49,53	46,58	43,95	41,58	39,45
35,0%	49,85	46,89	44,23	41,85	39,69
35,3%	50,18	47,19	44,51	42,11	39,94

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergegesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatischen zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt >= + 10%.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei > - 10% und < + 10%.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt <= - 10%.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und/oder eine sonstige an der Studienerstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchnstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Haugg, B.A., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvert. Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®

- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de